



Przemysław Tychmanowicz

przemyslaw.tychmanowicz@parkiet.com

Mamy za sobą bardzo trudny dla rynków i inwestorów rok. Jakie są szanse na zmianę sytuacji i powrót optymizmu?

To, co teraz jest najważniejsze, to fakt, że kraje strefy euro zaczęły oszczędzać. Wydawało się, że to będzie najtrudniejsze: przekonanie wyborców i rządów do zaciskania pasa. Pomógł cykl wyborczy. Wszystkie partie, które były do tej pory w opozycji, doszły do władzy. Trochę inaczej, ale z podobnym skutkiem, odbyło się to we Włoszech. W efekcie widzimy, jak rządy składają kolejne deklaracje dotyczące prowadzenia restrykcyjnej polityki fiskalnej. Jeśli wytrwają w postanowieniach i zrealizują ambitne plany oszczędnościowe, będzie to przełom i punkt zwrotny, jeśli chodzi o rozwiązanie problemów strefy euro. Nie oznacza to oczywiście, że na rynkach pojawią się trwałe zwyczki. Bardziej będzie to oznaczało, że pojawiła się, patrząc długoterminowo, szansa wyjścia z kryzysu. A wyjście z kryzysu jest warunkiem trwałego wzrostu wartości aktywów. Udało się zmobilizować kraje do próby zrównoważenia finansów publicznych. W takiej sytuacji możemy oczekiwać różnych form dodruku pieniądza, co ułatwi krajom mocno zadłużonym zaspokojenie potrzeb pożyczkowych w najbliższym okresie. To wszystko powinno ustabilizować rynki finansowe.

Czy w Europie już teraz mamy do czynienia z dodrukiem pieniądza?

EBC bardzo długo grał na czas, żeby zmusić kraje do oszczędzania. W pewnym momencie musiało jednak dojść do ilościowego luzowania. Niedawne udzielenie bankom pożyczek na trzy lata (w sumie prawie 0,5 bln euro – red.), z bardzo korzystnym dla nich oprocentowaniem, można uznać za formę dodruku pieniądza. Wydaje się, że EBC postąpił właściwie. Kraje przecież nie mogą być karane za to, że rozpoczęły programy oszczędnościowe, co spowodowało w pierwszym okresie spadek dynamiki ich PKB. Myślę, że EBC może kontynuować rozluźnianie polityki pieniężnej w drugiej połowie roku, jeśli zajdzie taka potrzeba. Działania te mają na celu zmniejszenie kosztów finansowania się krajów w sytuacji słabnącego tempa rozwoju. W dłuższym okresie, kiedy powróci wzrost gospodarczy, relacja długu do PKB zacznie spadać z powodu poczynionych oszczędności i to zapewni stabilizację sytuacji ekonomicznej.

Sytuacja strefy euro nie jest jednak łatwa i bez kolejnych działań ciężko będzie chyba osiągnąć stabilizację.

Spodziewam się, że będziemy mieli do czynienia z konsolidacją fiskalną, oszczędnościami – nie tylko w poszczególnych krajach, ale i na poziomie Unii Europejskiej. Strefa euro powinna podjąć odpowiedzialne decyzje. Europa znalazła się w tak trudnej sytuacji, że na dobrą sprawę nie ma innego wyjścia. Kraje, które nie zgodzą się na warunki fiskalne zaproponowane przez UE, mogą zakończyć swoją przygodę z nią walutową. Nikt nie może powiedzieć, że nie będzie oszczędzał. Jednocześnie rządy chcą mieć zapewnione źródła finansowania oraz dostęp do rynków, na których będą mogły emitować obligacje. Operacja EBC i znacząca pożyczka dla banków sugerują, że kraje strefy zaczynają odrabiać pracę domową, jeśli chodzi o kwestie fiskalne. Trzeba jednak pamiętać, że bez reform prorozwojowych trudno będzie zapewnić wzrost gospodarczy w długim okresie. Niezwykle istotne będzie również wdrożenie programów oszczędnościowych. Myślę, że nastąpi pewna polaryzacja – będą kraje, którym uda się zrównoważyć finansie publiczne i które zostaną w Unii, oraz takie, które powiedzą, że nie są w stanie oszczędzać i wystąpią z unii walutowej.

Takie kraje poniosą jednak ogromne koszty społeczne.

Politycy są świadomi, że z jednej strony oszczędzać jest bardzo trudno, bo oczekiwania społeczne są bardzo duże, a z drugiej – wystąpienie z unii walutowej powoduje deprecjację nowo przyjętej waluty i spadek oszczędności – ale też poprawę konkurencyjności. Uważam, że kraje same nie podejmą decyzji o wystąpieniu z unii walutowej. Mogą być jednak do tego zmuszone – sankcjami lub innymi decyzjami – jeśli nie będą w stanie wypełniać warunków fiskalnych.

Problemy strefy euro przyćmiły to, co się dzieje w Stanach Zjednoczonych.

Rozmowa z Arkadiuszem Boguszem, dyrektorem Departamentu Zarządzania Aktywami Ipopema TFI

Zakupy tak, ale jeszcze nie teraz



Polska bryluje na tle Europy, jeśli chodzi o tempo wzrostu gospodarczego. Trzeba jednak pamiętać, że bardzo duży udział w polskim rynku mają zagraniczni gracze

W tej chwili wszyscy uważają, że problemy są głównie w Europie. Nie należy jednak zapominać, że dług w Stanach Zjednoczonych jest dużo wyższy niż w większości krajów strefy euro i na dodatek dość szybko rośnie. Na pewno jeśli Europa upora się z problemami, to inwestorzy znowu baczniej zaczną analizować sytuację w Stanach Zjednoczonych i zastanawiać się, jak Amerykanie zamierzają wyjść z długów. Nie spodziewam się jednak dużych turbulencji z tego powodu. Pewne jest jednak, że inwestorzy będą analizować budżet USA na kolejny rok.

Skoro USA znajdują się na cenzurowanym, to oznacza to chyba kolejny trudny rok dla posiadaczy akcji?

Myślę, że to będzie o tyle ciężki rok, że znaczący wpływ na zachowanie rynków mają i będą mieć politycy. A to znacząco utrudnia możliwość podejmowania decyzji w oparciu o fundamenty. Myślę, że pierwsza część roku upłynie pod znakiem dalszych problemów fiskalnych w strefie euro. Sytu-

ację utrudnia wysoki poziom cen surowców, co może dodatkowo negatywnie wpływać na kondycję gospodarczą strefy euro. Jeśli chodzi o USA i Chiny, to wydaje się, że z punktu widzenia wzrostu gospodarczego oba kraje powinny prezentować tempo rozwoju niewiele gorsze niż w 2011 r. Głównym czynnikiem czy źródłem ryzyka pozostaje Europa, gdzie będziemy mieli do czynienia ze znaczącym spadkiem dynamiki PKB. Jeśli chodzi o to, co będzie się działo w drugiej połowie roku, to jestem większym optymistą. Należy pamiętać, że sytuacja sektora prywatnego jest dużo lepsza niż w 2008 roku. Przedsiębiorstwa mają większe zapasy pieniędzy, w dużo większym stopniu wykorzystują także moce produkcyjne. Z kolei gospodarstwa domowe znacząco zmniejszyły poziom konsumpcji po 2008 roku, co zaowocowało wzrostem ich oszczędności. Myślę, że popyt odtworzeniowy zarówno ze strony przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych może pozytywnie zaskoczyć pod koniec 2012 roku.

W co więc warto teraz zainwestować?

Myślę, że pomimo impasu fiskalnego, inwestycja w obligacje wydaje się bardzo dobrym rozwiązaniem. Z jednej strony będziemy mieli do czynienia w najbliższych miesiącach ze słabnącą inflacją. Z drugiej – pożyczka EBC udzielona bankom będzie stymulowała wzrost cen papierów dłużnych, szczególnie tych o terminach zapadalności do trzech lat. Myślę, że złoto może się okazać interesującą inwestycją, ale w dalszej części roku, kiedy pojawią się nadzieje na wzrost gospodarczy, a rosnąca szybko podaż pieniądza popchnie inflację w górę. Ciekawą alternatywą na ten rok mogą być soft commodities, czyli produkty rolne, których notowania nie są bardzo mocno związane z ko-

niunkturą gospodarczą, a zdecydowanie reagują na wzrost oczekiwań inflacyjnych, co powinno nastąpić w końcu 2012 roku. Nie rezygnowałbym z akcji jako klasy aktywów. Jednak wydaje mi się, że w tym przypadku trzeba inwestować bardzo aktywnie, elastycznie reagować na to, co się dzieje. Z tego punktu widzenia oraz uwzględniając nieprzewidywalność polityczną, sugerowałbym akcje spółek charakteryzujące się dużą płynnością. Tak, by rzeczywiście można było reagować na nieprzewidziane wcześniej wydarzenia.

Kiedy przyjdzie czas na to, by na dobre wrócić na rynek akcji?

Wydaje mi się, że w połowie 2012 roku. Spodziewam się wtedy poprawy sytuacji gospodarczej. Wprowadzane programy oszczędnościowe oraz ostateczne rozwiązanie kryzysu fiskalnego w strefie euro powinny wtedy zaowocować. W pierwszej połowie roku pewnie zobaczymy spadek inflacji. Rynki poczują się niepewnie. Mimo zabiegów monetarnych banki nadal nie będą udzielać kredytów na dużą skalę. To wywoła kolejną falę niepokoju, co oznacza, że w pierwszej połowie roku może nastąpić delikatne pogłębienie dna na rynku akcji. Natomiast druga połowa roku powinna oznaczać nowe rozdanie w Unii Europejskiej. Będziemy mieli do czynienia ze stopniowym obniżaniem się rentowności (wzrostem cen – red.) obligacji krajów strefy euro i stabilizacją sytuacji, jeśli chodzi o kwestie fiskalne.

W jakie branże warto wtedy zainwestować?

Jeżeli nastąpi trwała poprawa sytuacji fiskalnej, to inwestowałbym przede wszystkim w te branże, które będą najszybciej reagowały na poprawę dynamiki PKB, z którą możemy mieć do czynienia w 2013 roku. Może być to np. branża handlowa. Sprawa jest dość prosta. Gospodarstwa domowe najpierw sięgają po rzeczy drobne, potem kupują samochody, a na końcu mieszkania. Z tej perspektywy uważam, że np. branża deweloperska będzie jedną z ostatnich, które zareagują na poprawę sytuacji gospodarczej. Rozwiązanie kryzysu fiskalnego powinno również bardzo pozytywnie wpłynąć na branżę finansową. Spadek rentowności obligacji krajów PIIGS poprawi kondycję finansową banków, co automatycznie będzie oznaczać wzmożoną akcję kredytową.

Na tle innych krajów polska gospodarka prezentuje się dobrze, mimo to GPW cierpi z powodu nastrojów na globalnych rynkach finansowych.

Polska bryluje na tle Europy, jeśli chodzi o tempo wzrostu gospodarczego. Trzeba jednak pamiętać, że bardzo duży udział w polskim rynku mają zagraniczni gracze. A oni reagują na wszystko, co dzieje się na świecie. Jeśli trzeba – zamykają lub zmniejszają pozycje. W takich przypadkach Polska staje się ofiarą niekorzystnych zmian na innych rynkach. Dodatkowo inwestorów może niepokoić deprecjacja złotego. Oczywiście pomaga ona eksportowi i wzmacnia konkurencyjność polskiej gospodarki, ale w krótkim okresie powoduje dodatkową niepewność. Wartość akcji wyrażona w złotych może nawet rosnąć, a mimo to inwestorzy zagraniczni mogą tracić w wyniku osłabiania się złotego. Jeśli chodzi o rynek walutowy, to niestety Polska w tym momencie nie prezentuje się dużo lepiej niż inne rynki. Uważam, że to się zmieni, gdy sytuacja na rynkach choć trochę się ustabilizuje. Wtedy pojawi się szansa, że na pierwszy plan powrócą fundamenty, a polskie indeksy zaczną się zachowywać zdecydowanie lepiej niż inne z naszego regionu. FOT. S. LASZEWSKI

Doktor od długu

Doktor nauk ekonomicznych Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, w Katedrze Ekonomii Matematycznej. Absolwent Uniwersytetu Łódzkiego na kierunku ekonomia. Od 2006 roku zatrudniony w Credit Suisse Asset Management jako zarządzający w Zespole Portfeli Papierów Dłużnych. Później pełnił funkcję kierownika Zespołu Zarządzania Papierami Dłużnymi w CSAM, gdzie był odpowiedzialny za transakcje na papierach dłużnych, instrumentach pochodnych oraz za operacje walutowe. Od 2011 roku w Ipopema TFI, gdzie jest dyrektorem Departamentu Zarządzania Aktywami.